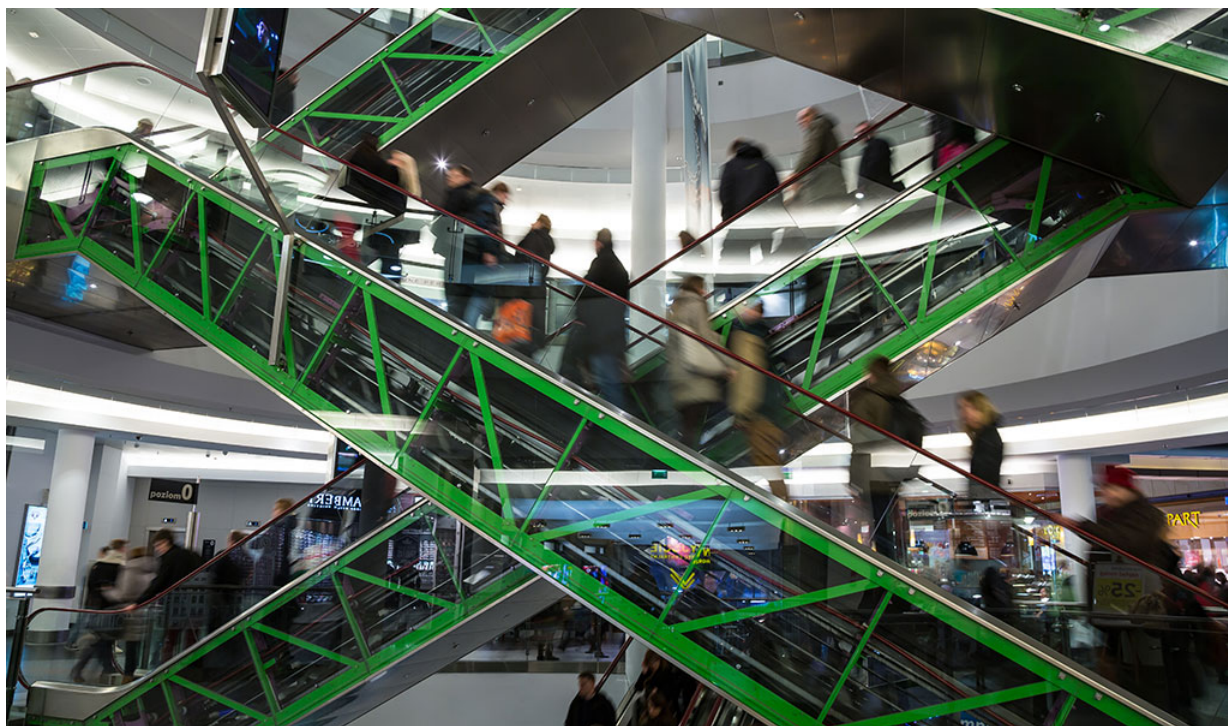




ストレス時には、中央銀行の信頼性が鍵

ルドルフス・ベムス フランチェスカ・カセリ フランチェスコ・グリゴリ
バートランド・グラス ウェイチャン・リャン

2018年10月3日



ポーランドはワルシャワのショッピングセンター。新興市場国は物価上昇率を低水準に抑えられている
(写真:Caro/Bastian/Newscom)

2000年代半ば以降、新興市場国の物価上昇率は顕著に低く、また安定している。これは、1990年代とは好対照である。しかし、アメリカなど先進諸国・地域の金利が上昇していることで、ここ数か月で新興市場国の通貨価値は下落している。急激な通貨安を経験している国もあり、新興市場国がインフレ圧力をうまくかわせるかが試されている。

2018年10月の「[世界経済見通し\(WEO\)](#)」の第3章で、私たちは新興市場国での物価上昇率の状況が最近改善してきた点を分析した。物価上昇率を低い水準に抑えようとする中央銀行の強い意志が信頼に足るもので、インフレ期待も抑制された状態であれば、物価上昇率の面でのこうした成果は維持可能だということを示している。

鍵はインフレ期待

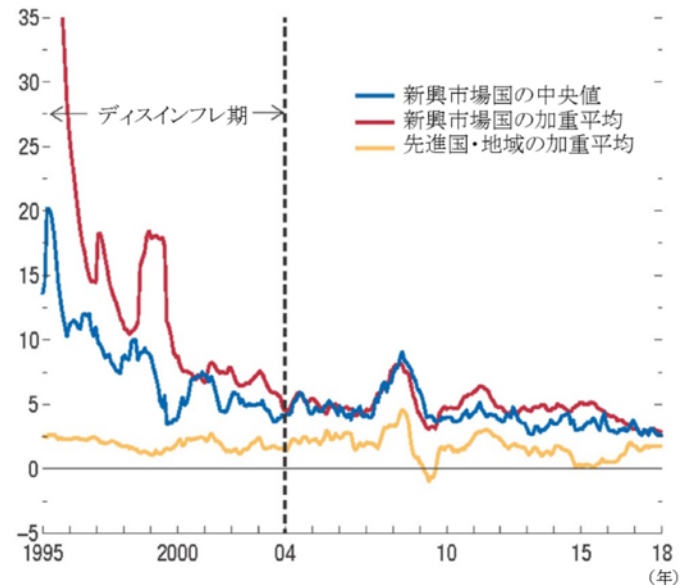
私たちの研究は新興市場国 19 か国を対象とし、期間は 2004 年から 2018 年とした。その間、一次産品の価格が大きく変動し、またドル高が続いた期間が何度かあり、世界金融危機が勃発したにもかかわらず、研究対象国では物価上昇率が低く安定していた。しかし、この状態は一様ではなく、国によっては引き続きインフレ抑制に悪戦苦闘しているところもある。

過去 15 年間における新興市場国の主たるインフレ要因は、長期インフレ期待の変化だ。物価上昇率が今でも目標値を上回っている国々では、インフレ圧力がかかる際にとりわけ重要な役割を果たしたのが、長期インフレ期待だったことがわかった。経済活動における余剰生産能力や国外からの物価圧力などよく調査対象となるインフレ要因も重要だが、影響力はインフレ期待よりも小さかった。

これらの調査結果が動機となって、私たちは新興市場国のインフレ期待の安定度(どの程度アンカリングしているか)が時間の経過と共にどのように変化したか、また国によってどれほど異なるかを調査した。ちなみに、インフレ期待の安定度は自国の金融政策の信頼度を測る指標の代わりとなるもので、想定外のインフレがインフレ期待に及ぼす影響や将来の物価上昇率に対する専門家の意見の一致の度合いなど複数の指標を使って測定される。それによると、新興市場国では長期インフレ期待が過去 20 年にわたり一層安定してきているが、同時に、新興市場国間、また先進国・地域と比較するとかなり大きな差異があることがわかる。例えば、チリやポーランドのインフレ期待の安定度は先進諸国の平均値と遜色がないが、ロシアやアルゼンチンではその安定度がずっと低くなっている。

低く安定したインフレ率

2000年代半ば以降、
新興市場国の物価上昇率は
低水準で安定的に推移している
(単位は%)



出所：Haver Analytics、IMFスタッフ算出



国際通貨基金

外的ショックに対する強靱性を高める

経済活動を縮小させる一方でインフレ圧力の一時的な高まりを生じさせる外的ショックは、新興市場国の政策当局者にジレンマをもたらす。だが、インフレ期待がとても安定している場合は、そうでない場合と比較すると、そのジレンマが小さいことがわかった。

2013年にアメリカが利上げを開始する考えがあると突然発表したことによるテーパー・タントラムの際に何が起こったかを見ると、それがよくわかる。

テーパー・タントラムの際に、インフレ期待がより安定していた国々では、安定していなかった国々に比べて、短期的に為替相場の大幅な下落が見られたが、興味深いことにこうした外的要因に伴って、国内で物価上昇率が高まりはしなかった。それに対し、インフレ期待の安定度が低かった国々では為替相場が国内の物価上昇率に及ぼした影響はかなり大きく、また GDP の見通しも悪化したため、こうした国々の中央銀行は緩和的な金融政策を続行する余裕を失った。

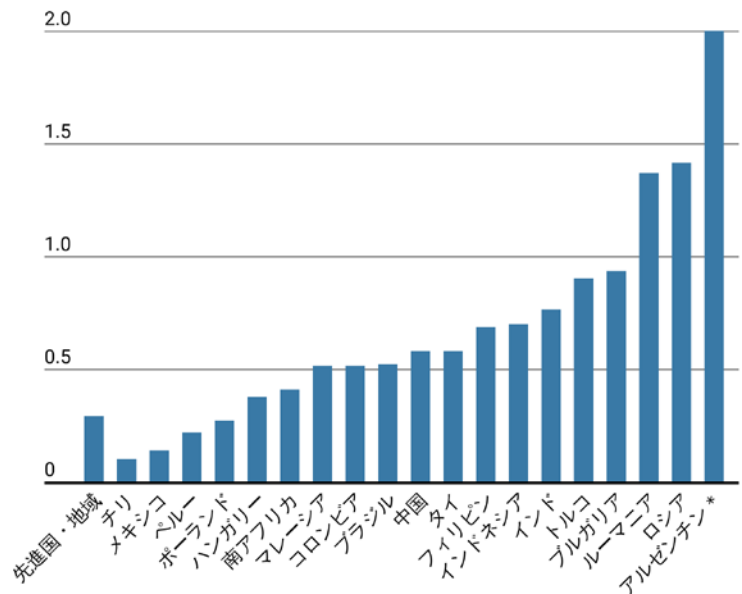
こうした研究結果が示唆するところは、先進国・地域が金融政策の正常化を進める段階で意義が出てくる。世界の金融市場環境がタイト化し、新興市場国の通貨価値が下落すると、新興市場諸国では一時的に物価上昇率が高まると思われる。それでも、インフレ期待がよくアンカリングされている場合には、物価の安定性が脅かされることはないだろう。

大きな差異

インフレ期待の安定度は新興市場国間で大きな差があり、先進国と比較すると今もかなり低い。

(単位は%、期間は2014年～17年)

長期インフレ予想の各国差



出所：IMFスタッフ算出

注：先進国・地域＝インフレターゲットを掲げる先進11か国・地域。

長期インフレ予想は、インフレ期待の安定度を示す指標のひとつであり、2004年から17年における長期インフレ予想平均の標準偏差と定義される。また、数値が低いほどインフレ期待がより安定であることを示す。

*マークがついた国の数値を示す棒は2%のところで切っている。



国際通貨基金

財政・金融政策の枠組みを改善

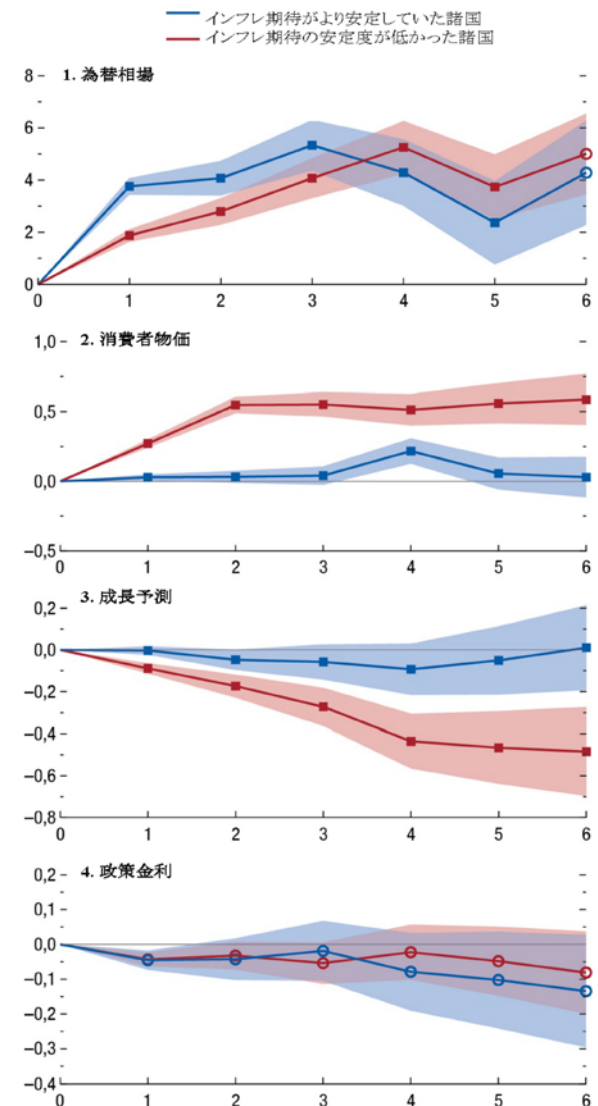
インフレ期待の安定度を高めるために、各国の中央銀行はどうすれば良いのか。私たちの分析結果や各種文献の証拠から明らかかな点は、インフレ期待がより安定するための鍵は、金融・財政政策の枠組みが健全であることだ。従って、各国の政策担当者は、公共財政の長期的な持続可能性を常に高めていく必要がある。そのための施策としては、債務の持続可能性を脅かす政策の範囲を制限する規則を採用したり、苦しい時に活用できるように順調な間に財政バッファーを構築したりすることが挙げられる。また、中央銀行の信頼性を高めるために尽力することも同じように重要である。このためには、中央銀行の独立性を確立・強化していくべきであり、またその情報公開を強化し、情報発信の適時性、明確さ、透明性を改善することが必要になるだろう。

インフレ期待を安定させるには時間がかかる。そのため、すでにかなり大きな進歩を遂げている国々であっても継続的な取り組みが必要だ。金融政策の信頼性が比較的低い国では、財政の持続可能性が金融政策の目標を脅かすことのないようにすること、また、世界情勢に対応するための措置も含め、金融政策を講じる際にはその理由を明確に説明することに注力すべきである。

利上げ発表に対する反応

アメリカの利上げ発表に伴い、2013年夏にテーパー・タントラムが生じたが、インフレ期待がより安定していた諸国は安定度が低かった国々と比較して、テーパー・タントラムに対する耐性が高かった。

また、インフレ率の上昇幅も比較的小さく、比較的より緩和的な金融政策を続けることができた。
(単位は%ポイント)



出所：IMFスタッフ算出

注：上の表はテーパータントラムに対するインパルス反応の累積を示している。為替レートに関する表では、上昇は通貨価値の下落を示している。X軸は、テーパータントラムの発生時をtとして、その後の経過時間を月単位で示している。影のかかった箇所は90%の信頼区間。

関連リンク:

[ふたりにタンゴを: 極端な経済環境でのインフレ管理](#)

[透明性の勧め: 新興市場国の統計データ公表範囲が拡大](#)

[連邦準備制度による引き締め措置の結果、新興市場国への証券投資が減少する可能性がある](#)



ルドルフス・ベムスは、IMF 調査局のシニアエコノミスト。研究対象は、応用に焦点を当てた国際マクロ経済学の一般分野で、複数の主要学術誌に論文を発表している。ニューヨーク大学で経済学修士号を、ストックホルム商科大学で経済学博士号を取得。



フランチェスカ・カセリは、IMF 調査局世界経済研究課のエコノミスト。それ以前は IMF 欧州局に勤務。研究対象は、応用経済学、国際経済学、貿易など。ジュネーブの国際・開発研究大学院で国際経済学博士号を取得。



フランチェスコ・グリゴリは、IMF 調査局世界経済研究課のエコノミスト。それ以前は IMF 財政局と西半球局に勤務。また、コロンビア大学の客員研究員でもあった。リアルタイムのマクロ経済政策とその有効性、消費と貯蓄の動態力学、予測、不確実性、所得格差や歳出の効率性を研究の中心分野としている。



バートランド・グラスは、IMF 調査局のシニアエコノミスト。「世界経済見通し」の担当。それ以前は IMF の財政局、欧州局、西半球局の各局を歴任したほか、ウルグアイ中央銀行にも勤務。欧州大学院で経済学博士号を取得。研究関心分野は、マクロ経済と金融の連関、金融政策、一次産品価格、資本流入の急停止がもたらす影響など。



ウェイチャン・リャンは、IMF 調査局のエコノミスト。それ以前は IMF 欧州局に勤務。専門分野は、住宅市場動向と循環に焦点を当てたマクロファイナンス、世界経済の構造変化など。プリンストン大学で経済学博士号を取得。